

**ANALISIS KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR-
FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP *DEBT TO EQUITY*
RATIO DI BURSA EFEK JAKARTA**

Tesis



Nama : Mugiharta, SE
NIM : C4C005142
Angkatan : XIII

Diajukan kepada Program Studi Magister Sains Akuntansi
Program Pascasarjana Universitas Diponegoro
Tahun 2007

**ANALISIS KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR-
FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP *DEBT TO EQUITY*
RATIO DI BURSA EFEK JAKARTA**

Tesis



Nama : Mugiharta, SE
NIM : C4C005142

Disetujui Oleh Pembimbing:

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. Jaka Isgiyarta, MSi, Akt

Dr. Abdul Rohman, MSi, Akt

ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM), *Dividend Payout Ratio* (DPR), Pertumbuhan *Asset*, *Price Earning Ratio* (PER), *Return on Investment* (ROI) dan pertumbuhan penjualan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER).

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) perusahaan yang setiap tahun laporan keuangan per desember 2000-2002, (2) perusahaan yang setiap tahun membagikan dividen per desember 2000-2002 dan (3) perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2000-2002). Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 15 perusahaan yang memenuhi ketiga kriteria, dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Berdasarkan uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis menunjukkan variabel KSM, PER dan ROI yang menunjukkan hasil yang signifikan terhadap DER perusahaan di BEJ periode 2000-2002 yaitu sebesar 0,4%, 0,01% dan 1,4%, sedangkan variabel lainnya (DPR, Pertumbuhan *Asset*, dan pertumbuhan penjualan) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Sementara secara bersama-sama (KSM, DPR, Pertumbuhan *Asset*, PER, ROI dan pertumbuhan penjualan) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ. Kemampuan prediksi dari keenam variabel tersebut terhadap DER sebesar 91,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 91,7% sedangkan sisanya 8,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Namun demikian penelitian ini hanya terbatas pada enam faktor fundamental perusahaan dengan 15 sampel dan periode pengamatan tahunan selama 3 tahun. Disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, leverage dan aktivitas perusahaan serta faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi negara lainnya serta faktor non ekonomi seperti kondisi politik negara.

Kata Kunci: Kepemilikan Saham Manajemen (KSM), *Dividend Payout Ratio* (DPR), Pertumbuhan *Asset*, *Price Earning Ratio* (PER), *Return on Investment* (ROI), pertumbuhan penjualan dan *Debt to Equity Ratio* (DER)

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of the traditional financial performance as Insider Ownership (IO), Dividend Pay Out Ratio (DPR), Asset Growth, Price Earning Ratio (PER), Return on Investment (ROI) and Sales Growth toward Debt to Equity Ratio (DER).

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) The stock of industry was every years the annual financial report over period 2000-2002, (2) The stock of industry every years given dividend over period 2000-2002 and (3) The stock of industry which the partial some its share owned by management. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2003) and total sample was acquired 15 of 330 was listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicollinierity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses.

Based on normality test, multicollinierity test, heteroscedasticity test and autocorrelation test classic assumption deviation has not founded, this indicate that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. Empirical evidence show as IO, PER and ROI to have influence toward DER 0,4%, 0,01% and 1,4%, and six independent variable (DPR, Asset Growth, and Sales Growth) to have not influence toward DER. While, six independent variable (IO, DPR, Asset Growth, PER, ROI and Sales Growth) to have influence simultantly toward DER as 0,01%, with predicted power as 91,7% and others 8,3% to have influence by other factors was not to be enter research model. But this research have four fundamental factors only with 15 samples over yearly period along 3 years, so the future research suggested to expand other fundamental factors (ie. Liquidity, leverage and firm activity) and macro economics (ie. Interest rate, foreign exchange rate, balance of payment, export-import, activity and other economic conditions) and non economic factors as political risk on government.

Keywords: *Insider Ownership (IO), Dividend Pay Out Ratio (DPR), Asset Growth, Price Earning Ratio (PER), Return on Investment (ROI), Sales Growth and Debt to Equity Ratio (DER)*

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kepada Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Akuntansi pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Dr. Jaka Isgiyarta, MSi, Akt selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Dr. Abdul Rohman, MSi, Akt, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.
5. Istriku tercinta Zaleha Fitriyanti dan anakku tersayang M Athif Fitrandi, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, Maret 2007

Mugiharta, SE

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN TESIS	ii
ABSTRAKSI	iii
<i>ABSTRACT</i>	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	7
1.3.1. Tujuan Penelitian	7
1.3.2. Kegunaan Penelitian	8
BAB II TELAAH PUSTAKA	9
2.1 Landasan Teori Struktur Modal	9
2.2 Pengaruh Variabel Independen Terhadap Debt Equity Ratio (DER)	28
2.3 Penelitian Sebelumnya	33
2.4 Posisi Penelitian	37
2.5 Kerangka Pemikiran Teoritis	39
2.6 Perumusan Hipotesis	40

BAB III METODE PENELITIAN	41
3.1 Populasi dan Prosedur Pengumpulan Sampel.....	41
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	42
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	42
3.4 Definisi,Operasional Variabel dan Pengukurannya	43
3.5 Teknik Analisis Data.....	46
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	51
4.1 Gambaran Umum dan Data Deskriptif	51
4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia	51
4.2.2. Gambaran Umum Sampel.....	53
4.2 Data Deskriptif.....	54
4.3 Hasil Penelitian	57
4.3.1 Hasil Uji Hipotesis.....	57
4.3.2. Hasil Uji Asumsi Klasik	65
BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI	70
5.1 Simpulan	70
5.2 Implikasi	72
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	73
5.4 Agenda Penelitian Mendatang	74
DAFTAR PUSTAKA	75

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Hubungan Beberapa Variabel dengan Kebijakan Pendanaan.....	36
Tabel 3.1 Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ Periode 2000-2002.	39
Tabel 3.2 Identifikasi Variabel	43
Tabel 4.1 Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi	52
Tabel 4.2 Rata-rata Rasio Keuangan dari 15 Perusahaan Sampel dengan 45 Pengamatan Periode 2000-2002	54
Tabel 4.3 Perhitungan Rasio Skewness	55
Tabel 4.4 Perhitungan Rasio Skewness (Data Transform Ln)	56
Tabel 4.5 Hasil Perhitungan VIF	57
Tabel 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas	58
Tabel 4.7 Hasil Perhitungan Regressi Berganda	61
Tabel 4.8 Hasil Perhitungan Regressi Parsial	62

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model Hubungan <i>Principal Agent</i>	23
Gambar 3.1 Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen dan Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Pendanaan	37
Gambar 4.1 Grafik Scatterplot	59
Gambar 4.2 Hasil Uji Durbin-Watson	60

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data SPSS
Lampiran 2	Output SPSS

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu keputusan penting dalam menentukan besar kecilnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Struktur modal (*capital structure*) merupakan besarnya struktur modal yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Besar kecilnya struktur modal sangat tergantung dari besar kecilnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal terhadap sumber dana yang diperoleh dari pihak internal perusahaan. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); sedangkan sumber dana dari pihak internal diperoleh dari modal saham (*equity*) dan laba tak dibagi (*retained earning*). Rasio antara sumber dana dari pihak eksternal (hutang) terhadap sumber dana dari pihak internal (ekuitas) lazim disebut sebagai *debt to equity ratio* (DER) (Brigham, 1983). Pernyataan tersebut didukung oleh peneliti antara lain Husnan (2001) dan Wahidahwati (2002) yang mengukur kebijakan pendanaan dari besarnya *debt ratio* perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan “*principal – agent*”, pihak manajemen melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut

menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik dengan manajemen.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham tersebut menimbulkan konflik antar kelompok atau sering disebut sebagai *agency conflict* atau konflik keagenan. Pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa saham (Go Publik) maka konflik keagenan dapat muncul sebagai akibat adanya beberapa kelompok pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan yang berbeda-beda. Lambert (2001); Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Konflik keagenan (*agency conflict*) muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Di satu sisi, perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Di pihak lain, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi utilitas prinsipal dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap munculnya konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional. Berdasarkan pernyataan Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menunjukkan bahwa prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Agrawal dan Mandelkar (1987) menyatakan bahwa adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt to equity ratio* (DER). Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun. Sementara Mehran (1992) menemukan hubungan yang positif antara prosentase yang dimiliki oleh *insider ownership* dengan DER. Berdasarkan adanya *research gap* dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Wahidahwati (2002), Agrawal dan Mandelkar (1987) dan Mehran (1992) maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen (*insider ownership*) terhadap DER.

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Fitrijanti &

Hartono (2002). Wahidahwati menggunakan lima variabel independen sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan (diukur dari *debt* rasio) yaitu: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt* rasio, dan tiga variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif. Sementara, *dividend payout* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt ratio*. Hal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa *dividend payout* (yang merupakan hasil dari profitabilitas perusahaan) seharusnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Brigham, 1983). Mengingat hasil penelitian Wahidahwati (2002) terdapat dua variabel (*dividend payout* dan *asset*) masih bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya (Crutchley 1989; dan Bathala 1994; dan Fitrijanti & Hartono, 2002), maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut.

Lebih jauh, Fitrijanti & Hartono (2002) menunjukkan *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA), *size* (*market value equity to book value equity* – MVEBVE), dan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*). Sedangkan Suranta & Mediastuty,(2003) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan PER. Dengan demikian terdapat hasil yang kontradiktif antara Fitrijanti & Hartono (2002) dengan Suranta & Mediastuty (2003), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Hsien dan Chi (2003) meneliti pengaruh rasio profitabilitas (ROI dan NPM) dan rasio Likuiditas (LDR) terhadap DER dengan membandingkan kinerja pada bank pemerintah dan bank asing di Taiwan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa LDR dan ROI berpengaruh signifikan terhadap DER. Namun LDR pada bank pemerintah menunjukkan kinerja yang lebih rendah dari pada LDR pada bank asing. ROI pada bank asing menunjukkan kinerja yang lebih baik dari pada ROI pada bank pemerintah dan DER pada bank asing menunjukkan tingkat yang lebih tinggi dari DER pada bank pemerintah.

Pengaruh rasio keuangan terhadap kebijakan pendanaan, masih terdapat adanya *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya serta perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari, maka terdapat lima variabel yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan. Kelima variabel tersebut adalah: *dividend payout*, *assets*, *price earning ratio*, *return on asset* dan pertumbuhan penjualan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Wahidahwati (2002), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Wahidahwati (2002) tidak menguji pengaruh *return on investment* (ROI) terhadap DER, tetapi juga menguji *variable asset*, *earning volatility* serta *stock volatility*. Sedangkan persamaannya adalah sama-sama menganalisis Debt to Equity Ratio sebagai variabel dependen.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu: (1) Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider ownership*) dinyatakan berhubungan negatif dengan kebijakan hutang (Wahidahwati. 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menyatakan bahwa *insider ownership* berhubungan positif dengan kebijakan hutang. (2) DPR dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan negatif oleh Brigham (1983); (3) Assets dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan positif (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (4) PER dinyatakan tidak signifikan (Suranta dan Midiastuty, 2003) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (5) ROI dinyatakan berpengaruh positif terhadap DER (Hsien & Chi, 2003), dan (6) Pertumbuhan penjualan dinyatakan negatif oleh Sofiati (2001); Titman dan Wessel (1988); dan Myers (1984)

Atas dasar permasalahan utama tersebut, maka pertanyaan penelitian (*research question*) dapat dirinci sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen (*insider ownership*) terhadap *debt to equity ratio*?
2. Apakah terdapat pengaruh *dividend payout ratio* (DPR) terhadap *debt to equity ratio*?
3. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan *assets* terhadap *debt equity to ratio*?

4. Apakah terdapat pengaruh *price earning ratio* (PER) terhadap *debt to equity ratio*?
5. Apakah terdapat pengaruh *return on investment* (ROI) terhadap *debt to equity ratio*?
6. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap *debt to equity ratio*?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini maka tujuan penelitian adalah untuk:

1. Mengetahui pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen (*insider ownership*) terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).
2. Mengetahui pengaruh *dividend payout ratio* (DPR) terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).
3. Mengetahui pengaruh pertumbuhan *assets* terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).
4. Mengetahui pengaruh *price earning ratio* (PER) terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).
5. Mengetahui pengaruh *return on investment* (ROI) terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).
6. Mengetahui pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Penelitian diharapkan memberikan manfaat bagi manajemen untuk digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menentukan besarnya sumber dana yang diperlukan (baik dari pinjaman ataupun ekuitas) dalam rangka membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Penelitian ini juga diharapkan mempunyai manfaat terutama bagi para pemakai laporan keuangan (terutama investor atau kreditor) dalam rangka menilai kinerja perusahaan yang tercermin dalam kebijakan pendanaan (*debt equity ratio*), sehingga dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teori Struktur Modal

2.1.1. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham,1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan,1998).

Modigliani dan Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” “dikemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu

menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Namun pendapat Modigliani dan Miller (1958) yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Suad Husnan, 1998). Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

2.1.2. *The Trade off Model*

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan

hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Menurut Teuku Mirza (1996) dalam Sekar Mayangsari (2001) Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*.

Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

The Trade off Model memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan leverage. (Teuku Mirza, 1996 dalam Sekar Mayangsari, 2001)

1. Perusahaan dengan resiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan yang hutang lebih besar.

2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini disebabkan karena intangible assets lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.
3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2.1.3. *Balancing Theory*

Model struktur modal dalam lingkup *Balancing theories* (Myers, 1984) disebut sebagai teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*).

Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *legal fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distress*

price yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin tidak menarik menggunakan hutang. Hal ini disebabkan karena adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar berdampak oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

DeAngelo dan Masulis (1980) juga membahas mengenai biaya kebangkrutan saat membuktikan dampak perubahan komposisi hutang terhadap harga saham. Mereka menunjukkan bahwa *abnormal returns* pada hari pengumuman dari perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang, ternyata positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan *leverage* ternyata memperoleh *abnormal returns* yang negatif pada hari pengumuman dan sehari setelahnya. *Abnormal returns* yang positif berarti bahwa keuntungan yang diperoleh para pemodal lebih besar dari keuntungan yang seharusnya. *Abnormal returns* yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan *leverage* dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Disamping itu mereka juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Suad Husnan, 1998).

Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang

muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek beresiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas Setia Atmaja, 1999). Pembahasan mengenai masalah keagenan ini juga dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Contoh lain yang mengadakan pembahasan mengenai *balancing theories* seperti Kraus dan Litzenberger (1972), Kim (1982), Ross (1985), dan Leland (1994) pada intinya membuktikan bahwa peningkatan DER sesungguhnya menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan *leverage* dimana peningkatan nilai perusahaan pada akhirnya akan berhenti. Masih dalam lingkup *balancing theories*, model optimal yang dinamik dari Fisher, Heinkel, dan Zechner (1989), serta Mauer dan Triantis (1994) tidak mendukung struktur modal yang statis. Meskipun demikian, kebijakan pendanaan dinamik yang optimal masih dicirikan dengan *tradeoff*, antara manfaat *corporate tax shield* dari hutang dan biaya hutang (Robert M. Hull, 1999).

Penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan

keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model MM dengan pajak, disimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas S. Atmaja, 1999)

2.1.4. *Pecking Order Theory*

Pada tahun 1984 Myers dan Majluf mengemukakan mengenai teori ini, mereka menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (J. Fred Weston dan Thomas E. copeland, 1995). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi

hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

Model asymmetric information signaling ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders*/pihak manajemen dan *Outsiders*/ pihak pemodal (pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pihak pemodal) sedemikian rupa hingga *insiders* bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada *outsiders*. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

Leland dan Pyle (1977) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya penurunan *leverage* memberikan *signal* informasi yang negatif. Fama(1985) menyatakan bahwa perusahaan yang mengumumkan kesepakatan hutang dengan bank memberikan *signal* informasi yang positif. Hal ini disebabkan karena *bankers* mengetahui rahasia informasi yang negatif selama proses peminjaman. Sebaliknya, perusahaan yang mengumumkan pengurangan hutang dari bank memuat informasi *insiders* yang tidak menguntungkan dari tindakan *bankers*. Lucas dan McDonald (1990) menyatakan bahwa pasar menduga adanya *overvaluation* pada saham saat manajer mengumumkan penawaran saham. *Signal* negatif yang diterima

outsiders dapat dikurangi bila keunggulan informasi yang dimiliki oleh *insiders* dikurangi (Robert M Hull,1999). Karena adanya asimetri informasi, pada awal dekade 1960-an Gordon Donaldson juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: (1) Laba ditahan dan dana dari depresiasi (2) Hutang dan (3) Penjualan saham baru.

2.1.5. Kombinasi *Balancing Theory* dan *Pecking Order Theory*

Dengan mengkombinasikan *Balancing Theory* dan *Pecking Order Theory* dapat disimpulkan mengenai perilaku perusahaan sebagai berikut: (Brigham dan Gapenski,1996).

- (a) Penggunaan hutang memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga hutang, oleh karena itu perusahaan sebaiknya menggunakan hutang dalam struktur modalnya.
- (b) Namun demikian, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi penggunaan hutang. Lewat dari suatu titik tertentu, biaya tersebut menutup keuntungan penggunaan hutang.
- (c) Karena adanya asimetri informasi, perusahaan cenderung memelihara kemungkinan hutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi yang baik tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang turun akibat *bad signaling*

2.1.6. Kebijakan Pendanaan

Dasar kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* dan *pecking order theory*. Harris dan

Raviv (1991) dalam Sekar Mayangsari (2001) berpendapat bahwa dasar pemikiran teoritis kedua kerangka tersebut telah didefinisikan dengan jelas. Namun tidak dapat dipahami pada kondisi mana sesungguhnya kedua kerangka teori tersebut dapat diterapkan.

Berdasarkan *balance theory*, perusahaan mendasarkan kebijakan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan Pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers 1984; dan Brigham & Gapenski, 1996). *Balance theory* memprediksi suatu hubungan variabilitas pendapatan dan penggunaan utang. Konsisten dengan *balance theory*, Theis dan Klock (1992) dalam Sekar Mayangsari (2001), menyatakan bahwa variabilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang, namun Titman dan Wessels (1988) dalam Sekar Mayangsari (2001) tidak mendukung harapan teoritisnya bahwa modal dipengaruhi oleh perlindungan pajak terutang, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan. (Myers, 1984). Gordon Donaldson dalam Myers (1984) mengajukan teori tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal.

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap

kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham (Brigham, 1983).

Robert Ang (1997), setelah struktur modal ditentukan, maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh tersebut untuk operasional perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan dikatakan menguntungkan jika *return* yang diperoleh dari hasil operasional tersebut lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*); dimana biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dan biaya modal sendiri. Biaya modal sendiri terdiri dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dan dividend kepada pemegang saham preferen. Sedangkan biaya pinjaman merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarip pajak). Besarnya komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan itulah yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen; apakah akan memperbesar rasio hutang, ataukah memperkecil rasio hutang. Peningkatan rasio hutang, apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri; demikian sebaliknya.

Brigham (1983) menunjukkan ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan pendanaan. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah : (Brigham, 1983)

1. Stabilitas penjualan. Jika penjualan relatif stabil, maka perusahaan akan dapat menjamin hutang yang lebih besar, sehingga stabilitas penjualan akan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.

2. Struktur Asset. Asset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanan.
3. Tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Tingkat pertumbuhan ini umumnya diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat.
4. Profitabilitas. Tingkat keuntungan yang dicapai dari hasil operasional tercermin dalam *return on equity*. Meningkatnya ROE akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri, maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Di sisi lain, meningkatnya ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini lebih meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan; sehingga jumlah hutang ada kecenderungan meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan) maka rasio hutang terhadap modal sendiri meningkat. Dengan demikian rasio profitabilitas dapat berpengaruh negatif bila mendapat tambahan hutang

dan berpengaruh positif bila terjadi peningkatan laba ditahan dan tambahan hutang.

5. Pajak. Dengan semakin meningkatnya pajak, maka keinginan pemenuhan dana mengarah pada peningkatan hutang, karena meningkatnya pajak akan memperkecil *cost of debt*.

2.1.7. Debt to Equity Ratio (DER)

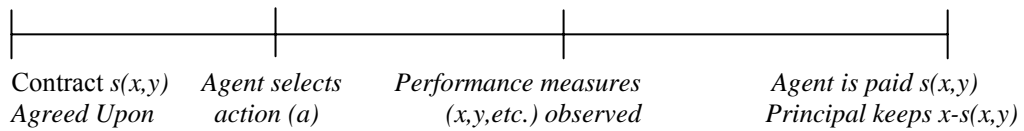
Kebijakan Pendanaan dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri).

Total debt merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

2.1.8. Teori Keagenan (Agency Theory)

Agency theory merupakan model yang digunakan untuk memformulasikan permasalahan (*conflict*) antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) (Lambert, 2001). *Agency conflict* terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent*. Model *principal-agent* dapat digambarkan dalam gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1:
Model Hubungan *Principal-Agent*



Sumber: Lambert (2001)

Pada gambar tersebut “s” menunjukkan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen; “y” menunjukkan *vector* pengukuran kinerja berdasarkan kontrak. Berdasarkan kontrak tersebut agen akan menyeleksi dan atau melakukan aktivitas (*action* “a”) yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau kebijakan investasi lainnya. Sedangkan “x” menunjukkan “*outcome*” atau hasil yang diperoleh perusahaan yang merupakan realisasi pengukuran kinerja yang dilakukan oleh agen.

Konflik keagenan (*agency conflict*) muncul dari perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal* (Lambert, 2001; Sloan, 2001; dan Bushman dan Smith, 2001). Lebih jauh Lambert (2001) menyatakan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* – “a”. Dari pernyataan ini mengandung arti bahwa kebijakan pendanaan merupakan aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen (*agent*).

Kebijakan pendanaan yang merupakan salah satu *action* “a” dari manajemen akan mempengaruhi kinerja perusahaan (Lambert, 2001). Action yang tercermin dalam kebijakan pendanaan merupakan aktivitas yang

dilakukan oleh manajemen dalam rangka pencarian sumber dana (*financing*) untuk membiayai operasional perusahaan.

Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002). Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen dan Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat, *institutional investors*.

Pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham. Manajemen lebih berkepentingan untuk mendapatkan kompensasi dari hasil operasional perusahaan yang dijalankan. Kepentingan yang berbeda tersebut menyebabkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

2.1.9. Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider Ownership*)

Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Manajemen yang ditunjuk oleh pemegang saham sering berbeda kepentingan dengan pemegang saham. Adanya konflik dalam keputusan pendanaan karena pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistemik dari

saham perusahaan dalam melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya manajemen yang menanggung biaya ownership dengan mengalokasikan kekayaan pribadi untuk perusahaan, cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, tetapi untuk kepentingan pribadi (Fama, 1980).

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi diantara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdiversifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai incremental terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsidernya* paling besar. Jika outsider mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh insider, maka nilai *incremental* yang diperoleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa risiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *insider ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya hambatan yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal.

Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*.

2.1.10. Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, H.M, 1998).

DPR merupakan perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, jadi jika semakin besar dividen yang dibagikan maka akan semakin besar DPR nya. (Robert Ang, 1997).

2.1.11. Pertumbuhan Asset

Asset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan. (Robert Ang, 1997).

2.1.12. Price Earning Ratio (PER)

PER merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham (*market price*) dengan *earning per share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS nya. Semakin besar PER suatu saham maka menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. Jika dikatakan suatu saham mempunyai PER 10x, berarti harga pasar saham tersebut 10 kali lipat terhadap EPSnya. Saham yang mempunyai PER semakin kecil akan semakin bagus yang berarti saham tersebut semakin murah. (Robert Ang, 1997).

2.1.13. Return on Investment (ROI)

ROI merupakan salah satu rasio rentabilitas yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu: rasio likuiditas, aktivitas, rentabilitas, solvabilitas dan rasio pasar. (Robert Ang, 1997).

ROI digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total investasi yang dilakukan perusahaan. ROI juga merupakan perkalian antara *factor net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari factor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROI

juga akan meningkat. Bila ROI meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan,1998).

2.1.14. Pertumbuhan Penjualan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi , harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat (Weston dan Brigham,1994). Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah

2.2. Pengaruh Variabel Independen Terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER)

2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider Ownership*)

Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sebagaimana dinyatakan oleh Friend & Lang (1988) dan Wahidahwati (2002) bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga *insider ownership* berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER).

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) menguji hubungan antara *common stock* dan *option holdings* manajemen dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan.

Berdasarkan penelitian tersebut ditemukan bahwa saham yang dimiliki oleh manajemen pada perusahaan yang *variance returnnya* meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen yang *variance returnnya* menurun, serta adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dimiliki oleh manajemen dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dimiliki para manajemen yang memiliki DER menurun. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif pertama (H1) sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham manajemen (*Insider ownership*) terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.2.2. Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Secara normal DPS lebih kecil daripada EPS, sehingga besarnya DPR umumnya kurang dari satu (< 1) (Brigham, 1983). DPS merupakan dividen per lembar saham yang diperoleh dari jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dibagi dengan jumlah saham beredar (*outstanding share*); sedangkan EPS merupakan laba per lembar saham yang diperoleh dari laba bersih setelah pajak (*net income after tax* – NIAT atau *earning after tax* – EAT) dibagi dengan *outstanding share* (Brigham, 1983). Perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS) disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, semakin besar DPR tentu semakin kecil jumlah modal sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga debt to

equity ratio (DER) akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama) (Robert Ang, 1997).

Penelitian yang menghubungkan antara *Devidend Payout Ratio* (DPR) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

Atas dasar teori tersebut, maka hubungan antara *dividend payout ratio* dengan *debt to equity ratio* diduga mempunyai hubungan negatif; artinya jika DPR meningkat maka DER akan semakin menurun. Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 2 sebagai berikut:

H2 : Terdapat pengaruh negatif *dividend payout ratio* (DPR) terhadap *debt equity ratio* (DER).

2.2.3. Pengaruh Pertumbuhan Assets Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Hasil penelitian yang menghubungkan antara assets dengan *debt equity ratio* oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*. Hal ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).

Pertumbuhan asset cenderung berdampak positif terhadap DER perusahaan dengan argumentasi pertumbuhan asset lebih mencerminkan horizon waktu lebih panjang. Peningkatan asset dilakukan perusahaan bila terdapat prospek yang bagus. Dalam hal kebutuhan dana internal tidak mencukupi akan mendorong perusahaan menggunakan hutang. Oleh karena

itu pertumbuhan asset cenderung berdampak positif terhadap DER, sebagaimana dinyatakan dalam studi empiris oleh Fitrijanti & Hartono (2002). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 3 sebagai berikut:

H 3 : Terdapat pengaruh positif pertumbuhan asset terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.2.4. Pengaruh *Price Earning Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Rasio pengukuran yang paling komprehensif tentang prestasi perusahaan adalah PER, karena rasio penilaian tersebut mencerminkan perpaduan antara pengaruh rasio resiko (rasio likuiditas dan leverage) dan rasio pengembalian (aktivitas dan profitabilitas) (Weston dan Copeland, 1992). Rasio penilaian penting sekali karena hubungannya dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham, penambahan hutang, memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan (Sawir, 2001)

Hasil dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002) menunjukkan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*). Hasil ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Suranta & Mediastuty,(2003) yang menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan dengan PER.

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio antara harga saham (penutupan) per lembar terhadap laba per lembar saham (*earning per share*). Semakin tinggi PER, perusahaan dinilai semakin baik oleh investor, tetapi juga mempunyai risiko yang semakin tinggi pula. Sebaliknya, jika PER semakin rendah (apalagi di bawah rata-rata industri) perusahaan tersebut dinilai semakin jelek kinerjanya oleh investor (Brigham, 1983: 220 dan 222).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002), menunjukkan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt equity ratio*). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 4 sebagai berikut:

H 4 : Terdapat pengaruh positif *price earning ratio* (PER) terhadap *debt equity ratio* (DER).

2.2.5. Pengaruh *Return on Investment* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Meningkatnya ROI akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROI dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu belum ada penelitian yang menghubungkan antara ROI dengan DER, maka hal ini merupakan perluasan penelitian dari Wahidahwati, (2002). Sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 5 sebagai berikut:

H 5 : Terdapat pengaruh positif *return on investment* (ROI) terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.2.6. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Sofiati (2001) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Titman dan Wessel (1988) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai pengaruh negatif dengan utang jangka panjang. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) bahwa perusahaan

dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung mengambil utang yang lebih sedikit. Sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 6 sebagai berikut:

H 6 : Terdapat pengaruh negatif Pertumbuhan Penjualan terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.3. Penelitian Sebelumnya

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian yang menghubungkan antara berbagai faktor (termasuk proporsi kepemilikan) dengan kebijakan kebijakan pendanaan (Husnan, 2001; Wahidahwati, 2002; Suranta dan Mediastuty, 2003; Sloan, 2001; Bushman dan Smith, 2001).

Suranta dan Mediastuty (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi perusahaan; namun antara kepemilikan manajerial dengan investasi tidak ditemukan hubungan yang signifikan.

Subekti dan Kusuma (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai nilai rasio hutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Juga ditemukan bahwa kinerja perusahaan (diukur dari ROA dan pembayaran dividen) tidak mempengaruhi harga saham.

Fitrijanti dan Hartono (2002) menunjukkan bahwa perusahaan bertumbuh (perusahaan besar) memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

Sedangkan peneliti yang menghubungkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menggunakan lima variabel kontrol sebagai faktor yang mempengaruhi *debt equity* rasio yaitu: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt* rasio, dan

tiga variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif. Hasil penelitian Wahidahwati tersebut masih bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya (Crutchley 1989; dan Bathala 1994; dan Fitrijanti & Hartono, 2002), maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut. Lebih jauh, Fitrijanti & Hartono (2002) menunjukkan *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA), *size* (*market value equity to book value equity* – MVEBVE), dan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*). Sedangkan Suranta & Mediastuty, 2003) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan tidak signifikan berhubungan PER. Dengan demikian terdapat hasil yang kontradiktif antara Fitrijanti & Hartono (2002) dengan Suranta & Mediastuty (2003), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut adalah: Pertama, untuk menguji antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan didalam variabilitas ROA perusahaan. Kedua, untuk menguji antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan . seperti perubahan didalam DER, berdasarkan penelitian tersebut ditemukan: (1)Jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang variance returnnya meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang

variance returnnya menurun. (2) Adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun. Jika pada penelitian tersebut DER digunakan sebagai variabel dependen, namun dalam penelitian ini DER digunakan sebagai variabel intervening.

Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*, pengawasan oleh *board of directors* dan *major shareholders*. Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik investasi. Variabel-variabel tersebut adalah: *manager*, *outside board members*, individual investor, *growth opportunities*, *collateral value of assets* dan *bussiness risk*. Hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio perusahaan. Hasil penelitian juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham dengan individual investor.

Beberapa penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal disajikan pada tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1:
Hubungan Beberapa Variabel (Proporsi Kepemilikan dan Rasio-rasio Keuangan) dengan Debt to Equity Ratio (DER)

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	Agrawal dan Mandelkar	1987	Dependen: DER Independen: Investment financing dan kepemilikan saham oleh insider	Jumlah saham yang dipegang oleh insider pada perusahaan yang variance returnnya meningkat lebih besar daripada perusahaan dengan variance return menurun dan menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki outsiders dengan DER
2	H. Mehran	1992	Dependen: Struktur Modal (DER) Independen: Prosentase insider dan individual investor	Menemukan adanya hubungan positif antara prosentase yang dimiliki oleh insider dan individual investor dengan DER
3	Husnan	2001	Dependen: ROE dan Abnormal Return Independen: DER	DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE. Bagi dua kelompok pemegang saham tersebut DER tidak signifikan berpengaruh terhadap abnormal return
4	Subekti dan Kusuma	2001	Dependen: CAR Independen: Aktiva, Ekuitas, Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen	Perusahaan yang tumbuh rasio hutangnya lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Semua variabel independen tidak signifikan terhadap CAR.
5	Fitrijanti dan Hartono	2002	Dependen: Kebijakan pendanaan, Dividen, Pertumbuhan Independen: IOS (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA)	Perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki leverage dan kebijakan dividen yang relatif rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan pendanaan melalui hutang. Perusahaan yang tumbuh cenderung merupakan perusahaan besar.
6	Wahidah-wati	2002	Dependen: Debt Rasio Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning volatility, Stock volatility	Kepemilikan manajemen, institusional, <i>earning volatility</i> dan <i>stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , dan Size berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> . Sementara DPR dan Asset tidak signifikan terhadap <i>debt ratio</i> .

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
7	Suranta dan Mediastuty	2003	Dependen: Nilai Perusahaan (Tobin's Q) Independen: nilai investasi, persentase kepemilikan manajerial, kepemilikan direksi, firm size, leverage, likuiditas dan ROA	Leverage signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan kepemilikan manajemen dan <i>firm size</i> berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara variabel yang lainnya tidak signifikan.

Sumber : Berdasarkan hasil-hasil dari penelitian terdahulu

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
8	Penelitian ini	2007	Dependen: Debt to Equity Ratio (DER) Independen: Kepemilikan saham manajemen, <i>dividend payout ratio</i> , pertumbuhan asset, <i>price earning ratio</i> , <i>return on investment</i> , pertumbuhan penjualan	Tidak ada pengaruh signifikan KSM thd DER, tidak ada pengaruh signifikan DPR thd DER, tidak ada pengaruh signifikan pertumbuhan asset thd DER, ada pengaruh signifikan PER thd DER, ROA berpengaruh signifikan thd DER dan tidak ada pengaruh signifikan variable pertumbuhan penjualan thd DER

2.4. Posisi Penelitian

Berdasarkan penelitian terdahulu maka posisi penelitian ini dari beberapa penelitian terdahulu adalah sebagai berikut:

1. Agrawal dan Mandelkar (1987), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) hanya menguji pengaruh *investment management* dan *managerial ownership* terhadap DER sedangkan pada penelitian ini DER dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen, DPR, pertumbuhan asset, PER, ROI dan Pertumbuhan penjualan. Sedangkan persamaannya adalah sama-sama menganalisis Debt to Equity Ratio sebagai variabel dependen.
2. Mehran (1992), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) hanya

menguji pengaruh *individual investor* dan *managerial ownership* terhadap DER sedangkan pada penelitian ini DER dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen, DPR, pertumbuhan asset, PER, ROI dan Pertumbuhan penjualan. Sedangkan persamaannya adalah sama-sama menganalisis Debt to Equity Ratio sebagai variabel dependen.

3. Husnan (2001), perbedaannya adalah pada variabel independennya dimana pada penelitian Husnan (2001) variabel DER digunakan sebagai variabel independen namun pada penelitian ini hanya DER yang digunakan sebagai variabel dependen. Sedangkan persamaannya sama-sama membahas tentang DER.
4. Subekti dan Kusuma (2001), perbedaannya adalah pada variabel independennya dimana pada penelitian Subekti dan Kusuma (2001) variabel DER digunakan sebagai variabel independen namun pada penelitian ini hanya DER yang digunakan sebagai variabel dependen. Sedangkan persamaannya sama-sama membahas tentang DER.
3. Fitriyanti dan Hartono (2002), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Fitriyanti dan Hartono (2002) tidak menguji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap DER. Sedangkan persamaannya adalah sama-sama menganalisis Debt to Equity Ratio sebagai variabel dependen.
5. Wahidahwati (2002), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Wahidahwati (2002) tidak menguji pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap DER. Sedangkan persamaannya

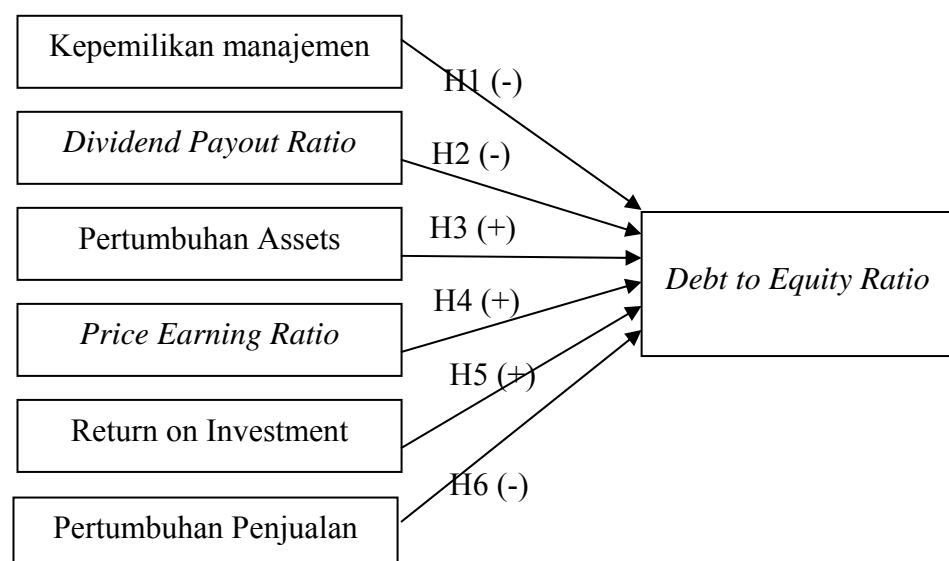
adalah sama-sama menganalisis Debt to Equity Ratio sebagai variabel dependen

3. Suranta dan Midiastuty (2003), perbedaannya adalah pada variabel independennya dimana pada penelitian Suranta dan Midiastuty (2003) variabel DER digunakan sebagai variabel independen namun pada penelitian ini hanya DER yang digunakan sebagai variabel dependen. Sedangkan persamaannya sama-sama membahas tentang DER.

2.5. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka, hasil penelitian terdahulu dan hipotesis, maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada Gambar 2.2 berikut:

Gambar 2.2:
Kepemilikan Saham Manajemen dan Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap *Debt to Equity Ratio* Pada Perusahaan Yang Listed di BEJ Periode 2000-2002



2.5. Perumusan Hipotesis

Atas dasar kerangka pemikiran teoritis tersebut diajukan 6 (enam) hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut:

- H1 : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham manajemen (*Insider ownership*) terhadap *debt equity ratio* (DER)
- H2 : Terdapat pengaruh negatif dividend payout ratio (DPR) terhadap *debt equity ratio* (DER).
- H 3 : Terdapat pengaruh positif pertumbuhan asset terhadap *debt equity ratio* (DER)
- H 4 : Terdapat pengaruh positif *price earning ratio* (PER) terhadap *debt equity ratio* (DER).
- H 5 : Terdapat pengaruh positif *return on investment* (ROI) terhadap *debt equity ratio* (DER)
- H 6 : Terdapat pengaruh negatif pertumbuhan penjualan terhadap *debt equity ratio* (DER)

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2000-2002. Sementara jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ pada periode tersebut sejumlah 330 perusahaan yang dikelompokkan ke dalam 9 sektor industri seperti ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1:
Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ
Periode 2000 – 2002

No	Kelompok Industri	2000	2001	2002
1	Agriculture	12	15	15
2	Mining	6	8	10
3	Basic Industry	54	56	57
4	Miscellaneous Indutry	52	54	55
5	Consumer Goods	37	37	38
6	Property & Real Estate	30	33	37
7	Infras. Util. & Transport.	15	17	18
8	Finance	47	49	58
9	Trade & Service	36	40	42
	Total	287	307	330

Sumber: ICMD 2003

Dari data perusahaan tersebut dilakukan teknik sampling yaitu *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang setiap tahun selalu **menyajikan laporan keuangan** selama periode pengamatan (2000-2002); didapat data sejumlah 330 perusahaan.
2. Perusahaan yang setiap tahun selalu **membagikan dividen** pada periode pengamatan (2000-2002); dari sejumlah 330 perusahaan, didapat data sejumlah 51 perusahaan.

3. Perusahaan yang sebagian sahamnya **dimiliki oleh manajemen** selama periode pengamatan (2000-2002), Dari 51 satu perusahaan yang memenuhi 2 kriteria diatas, didapat sejumlah 15 perusahaan yang memenuhi kriteria ketiga ini. Sehingga data yang diolah dalam penelitian ini adalah 15 perusahaan.

(Untuk ke-15 perusahaan dapat dilihat pada lampiran 1)

Dari kriteria tersebut diperoleh 15 perusahaan sebagai sampel penelitian. Karena jumlah sampel yang terbatas (tidak memenuhi jumlah sampel minimal $n=30$), maka dalam pengolahan data digunakan metode *pooling*, dimana “n” yang digunakan perkalian antara jumlah perusahaan (15 perusahaan) dengan periode pengamatannya (3 tahun) sehingga sampel yang digunakan menjadi 45.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2003 untuk periode pengamatan 2000 s/d 2002 secara tahunan. Sumber data ini didasarkan pada pertimbangan bahwa ICMD yang terakhir dipublikasi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) adalah ICMD 2003; dimana dalam ICMD 2003 memuat laporan keuangan 3 tahun terakhir yaitu tahun 2000, 2001 dan 2002. Jenis data yang diambil adalah yang berkaitan dengan kepemilikan manajemen (*Insider Ownership*) dan rasio-rasio keuangan.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan teknik sampling yang digunakan, maka metode pengumpulan data

digunakan dengan teknik dokumentasi yang didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003) periode 2000, 2001 dan 2002.

3.4. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

1. Variabel Independen

Definisi dari masing-masing variable independen adalah sebagai berikut:

a. Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider Ownership*)

Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen yang diukur melalui perbandingan prosentase kepemilikan manajemen dengan prosentase kepemilikan saham perusahaan.

b. *Dividen Payout Ratio* (DPR)

DPR merupakan perbandingan antara dividen per lembar (DPS) saham terhadap laba per lembar saham (*earning per share*). (Brigham, 1983: 198).

c. Pertumbuhan Asset

Pertumbuhan asset merupakan perbandingan antara total asset periode sekarang ($Asset_t$) yang dikurangi dengan periode sebelumnya ($Asset_{t-1}$) dibagi dengan total asset periode sebelumnya ($Asset_{t-1}$)

d. *Price Earning Ratio* (PER)

PER merupakan perbandingan antara harga penutupan per lembar saham (P_s) terhadap laba per lembar saham (*earning per share*)

e. *Return on Investment* (ROI)

ROI merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dilihat dari total dana yang diinvestasikan. Rasio merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasi/asset yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan

f. Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan perbandingan antara penjualan bersih sekarang dikurangi dengan periode penjualan bersih sebelumnya dibagi dengan penjualan bersih periode sebelumnya sehingga mencerminkan perubahan pendapatan penjualan.

2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan pendanaan yang diukur melalui *debt to equity ratio* (DER), DER merupakan perbandingan antara total hutang terhadap total modal sendiri yang mencerminkan struktur modal perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

Definisi operasional variabel penelitian tersebut dapat diidentifikasi seperti yang ditunjukkan dalam tabel 3.2.

Tabel 3.2:
Identifikasi Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
1	<i>Insider Ownership</i>	Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen	rasio	$\frac{\% \text{ insider}}{\% \text{ kepemilikan saham}}$
2	DPR	Rasio antara dividen per lembar (DPS) saham terhadap laba per lembar saham (<i>earning per share – EPS</i>)	Rasio	$\frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$
3	Pertumbuhan Asset	Rasio antara total asset periode sekarang (Asset_t) minus periode sebelumnya (Asset_{t-1}) terhadap total asset periode sebelumnya (Asset_{t-1})	Rasio	$\frac{\text{Asset}_t - \text{Asset}_{t-1}}{\text{Asset}_{t-1}}$
4	PER	Rasio antara harga penutupan per lembar saham (P_s) terhadap laba per lembar saham (<i>earning per share – EPS</i>)	Rasio	$\frac{P_s}{\text{EPS}}$
5	ROI	Rasio antara laba bersih setelah pajak (<i>earning after tax – EAT</i>) terhadap total investasi / asset yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan	Rasio	$\frac{\text{EAT}}{\text{Total Investasi}}$
6	Pertumbuhan Penjualan	Perubahan pendapatan penjualan	Rasio	$\frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$
7	DER	Rasio antara total hutang terhadap total modal sendiri yang mencerminkan struktur modal perusahaan	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

3.5. Teknik Analisis Data

Untuk menguji kekuatan variabel independen yaitu: kepemilikan manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan pendanaan (*debt equity ratio*) pada perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002, maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square – OLS*) dengan model dasar sebagai berikut:

$$DER = a - b_1 SMan - b_2 DPR + b_3 Asset + b_4 PER + b_5 ROI - b_6 Per. penj. + e$$

Keterangan:

- DER : Rasio antara Total Debt terhadap Shareholder Equity;
- SMan : Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen (*insider ownership*) terhadap Total Saham Beredar; dan
- DPR : Rasio antara dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham;
- Asset : Dilihat dari pertumbuhan asset periode sekarang terhadap periode sebelumnya;
- PER : Rasio antara harga penutupan (akhir tahun) perlembar saham terhadap laba per lembar saham (EPS);
- ROI : Rasio antara laba setelah pajak (EAT) terhadap total investasi;
- Per.Penj : Rasio perubahan pendapatan penjualan
- e : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , b_4 , b_5 , dan b_6 . Keenam variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan; sedangkan variabel

dependennya adalah kebijakan pendanaan (yang dicerminkan oleh *debt to equity ratio*).

3.5.1. Uji Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (t -test) dan uji F (F -test).

a. Uji t -statistik

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik- t . Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapaun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_i \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t -hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \dots\dots\dots (1)$$

Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

b. Uji F -statistik

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesa ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_6) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{-hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (2)$$

Jika $F_{\text{-hitung}} > F_{\text{-tabel}} (a, k-1, n-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{\text{-hitung}} < F_{\text{-tabel}} (a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

2. Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Normalitas

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *skewness* yang mendasarkan pada besarnya rasio untuk melihat nilai kemiringan (*skewness*). Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut : (Singgih Santoso, 1999).

$$\boxed{\text{Rasio}_{\text{skewness}} : \frac{\text{Skewness}}{\text{Standard error of skewness}}} \dots\dots\dots (3)$$

Jika rasio *skewness* berada di antara -2 sampai dengan +2, maka distribusi data adalah normal.

2. Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (*r*) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian *t* yang konvensional (Gujarati, 1993). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\boxed{\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}} \dots\dots\dots (4)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999).

3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan

Glejser-test yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1993).

$$\boxed{e_i} = B_1 X_i + v_i \dots\dots\dots (5)$$

X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2); dan

V_i : unsur kesalahan.

4.Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah dl , du , $4 - dl$, dan $4 - du$.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: gambaran umum, data deskriptif, dan hasil pembahasan.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang mengeluarkan data-data keuangan, setiap tahun selalu membagikan dividen pada periode 2000-2002 dan sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen. Dari data perusahaan yang memenuhi kriteria pertama ada 330 perusahaan, kemudian yang memenuhi kriteria kedua terdapat 51 perusahaan dan terdapat 15 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia pertama kali didirikan pada waktu penjajahan Belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor Effectenkandel* dengan mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Pasar modal

yang didirikan oleh Belanda ini beroperasi sampai dengan tahun 1942, bertepatan pada saat kedatangan Jepang di Indonesia.

Pasar modal ditutup oleh pemerintah Jepang sejak tahun 1942, pasar modal Indonesia baru dibuka kembali oleh pemerintahan orde lama (1952-1960) setelah Jepang meninggalkan Indonesia. Hal tersebut dilakukan untuk menampung obligasi pemerintah serta larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indonesia mengenai Irian Barat pada tahun 1960-an, seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan mengakibatkan larinya modal Belanda dari Indonesia, sejak itu aktivitas pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada jaman pemerintahan orde baru (1977-1988) pasar modal Indonesia boleh dikatakan lahir kembali dengan adanya Keppres nomor 52 tahun 1976 yang menetapkan pendirian pasar modal, Bapepam dan PT Danareksa. Pasar modal Indonesia kembali diresmikan pada tanggal 10 Agustus 1977. PT Semen Cibinong adalah perusahaan yang pertama kali mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Tahun 1988 merupakan era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam kurun waktu 1988-1990 jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127 emiten, sampai tahun 1996 jumlahnya meningkat sampai 238 emiten. Peningkatan tersebut disebabkan beberapa hal : diijinkannya investor asing memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar 49%, adanya Pakto'88 (kebijakan untuk

meningkatkan pertumbuhan ekonomi) yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar 4 trilyun Rupiah dari Bank Indonesia ke sektor keuangan mengakibatkan masyarakat mempunyai dana untuk bermain dalam pasar modal, serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Pada tahun 1995, PT Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 dimaksudkan untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang.

4.1.2. Gambaran Umum Sampel

Jumlah perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2000 sampai dengan 2002 berjumlah 330 perusahaan. Selama periode tahun 2000-2002, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan per 31 Desember 2000-2002 sejumlah 330 perusahaan, secara kontinyu membagikan dividen pada periode tahun 2000-2002 didapatkan sampel sejumlah 51 perusahaan dan sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen, dan didapatkan sampel berjumlah 15 perusahaan. (Lihat lampiran 1 untuk melihat perusahaan yang memenuhi ketiga kriteria)

4.2. Data Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi kepemilikan saham manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KSM	45	,00	43,01	5,6198	10,47361
DPR	45	,07	2,65	,4491	,52946
ASSET	45	-,65	,42	,0367	,15904
PER	45	,00	,07	,0117	,01377
ROI	45	,01	,33	,0843	,06432
PNJUALAN	45	-,27	2,31	,2146	,37548
DER	45	,04	6,82	1,1685	1,37652
Valid N (listwise)	45				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2003 diolah.

Sampel hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa rata-rata (*mean*) DER dari 15 perusahaan sampel dengan 45 pengamatan selama periode pengamatan (2000-2002) sebesar 1,1685 dengan standar deviasi (SD) sebesar 1,37652; dimana nilai SD ini lebih besar daripada rata-rata DER. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (0,04) dan nilai maksimum yang jauh lebih besar daripada nilai rata-ratanya (6,82). Hasil yang sama juga terjadi pada 5 (lima) variabel independen yaitu, Kepemilikan

Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, dan Pertumbuhan Penjualan. Sedangkan variabel ROI mempunyai rata-rata (0,0843) yang lebih tinggi dari standar deviasinya (0,06432).

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut maka tahap awal dalam pembahasan analisis ini adalah melakukan perhitungan-perhitungan yang didasarkan pada data mentah (*raw data*) yang diperoleh dari teknik pengumpulan data.

Sampel data yang disajikan pada hasil lampiran 1 sampai dengan 7 maka untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung rasio-rasio keuangan (sebagai faktor fundamental) dan sekaligus sebagai variabel independen dan perhitungan *debt to equity ratio* (DER) sebagai variabel dependennya.

Hasil perhitungan rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Kepemilikan Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan secara terperinci seperti ditunjukkan pada lampiran 1 sampai dengan 7.

Berdasar lampiran 1 sampai dengan 7 maka rata-rata rasio keuangan dari 15 perusahaan sampel dapat ditunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2
Rata-rata Rasio Keuangan dari 15 Perusahaan Sampel dengan
45 pengamatan Periode 2000 – 2002

No	Jenis Rasio	2000 s/d 2002
1	KSM	5,6198
2	DPR	0,4491
3	Pertumb. Asset	0,0367
4	PER	0,0117
5	ROI	0,0843
6	Pert.Penjualan	0,2146
	DER	1,1685

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2003 diolah.

Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan yang ditunjukkan pada tabel 4.5 tersebut dihitung dengan metode *pooled* data yaitu untuk periode 31 Desember 2000, 2001 dan 2002 dari 15 perusahaan sampel sehingga sampel menjadi $15 \times 3 = 45$. Hasil perhitungan tersebut berdasarkan hasil output SPSS versi 11.5.

Dari ketujuh rasio keuangan tersebut menunjukkan bahwa semua variabel mempunyai rata-rata rasionya positif. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh kondisi ekonomi Indonesia pada periode 2000–2002 pasca krisis sehingga perekonomian mulai bergerak ke arah yang membaik. Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan tersebut digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER pada periode berikutnya. Sebagai contoh, rasio keuangan 31 Desember 2000 digunakan untuk memprediksi DER saham pada periode 31 Desember 2001–2002. Demikian pula untuk periode-periode berikutnya.

4.3. Hasil Penelitian

4.3.1. Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen tersebut (KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.6. sebagai berikut :

Tabel 4.6
Hasil Perhitungan Regresi Berganda

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	83.371076	6.000000	13.895179	14666603476	.000 ^a
	Residual	.000000	38.000000	.000000		
	Total	83.371076	44.000000			

a. Predictors: (Constant), PNJUALAN, PER, KSM, ASSET, DPR, ROI

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 14666603476 dan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,919 atau 91,9% hal ini berarti 91,9% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan sedangkan sisanya sebesar 8,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Adapun besarnya *Adjusted R²* dapat dilihat pada hasil output SPSS sebagai berikut:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,996 ^a	,933	,919	,00003	2,199

a. Predictors: (Constant), PNJUALAN, PER, KSM, ASSET, DPR, ROI

b. Dependent Variable: DER

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keenam variabel independen tersebut terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.000022	.0000133		-1.645	.108
	KSM	.0000004	.0000005	.0000028	.803	.427
	DPR	.0000056	.0000094	.0000022	.604	.549
	ASSET	.0000018	.0000304	.0000002	.060	.953
	PER	100.0006	.0003809	1.000003	262568.3	.000
	ROI	.0001665	.0000839	.0000078	1.985	.054
	PNJUALAN	-.000015	.0000130	-.000004	-1.123	.269

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dengan adanya pengaruh negative kepemilikan saham manajemen terhadap DER, penelitian ini mendukung *Balancing Theory*. Teori ini pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar ,hutang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*).

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel KSM sebesar (0,0000004). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel KSM sebesar 1% maka akan naik variabel DER sebesar 0,0000004% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,803) dan nilai signifikansi sebesar 0,427. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak dan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM) dengan variabel.DER.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen tidak mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Hal ini sangat dimungkinkan karena berdasarkan data rata-rata proporsi kepemilikan saham oleh manajemen pada perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002 sangat kecil yaitu hanya sebesar 5,5198% sehingga tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan yang ditetapkan manajemen. Alasan lain juga kondisi perusahaan pada waktu dilakukan penelitian masih dalam masa recovery pasca krisis yang menimpa Indonesia (1997-2000) sehingga banyak perusahaan yang melakukan restrukturisasi hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa

Kepemilikan Saham Manajemen (KSM) ditemukan hasil yang signifikan dan berpengaruh negatif terhadap *debt equity ratio*.

2. Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel DPR sebesar (0,0000056). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel DPR sebesar 1% maka akan naik variabel DER sebesar 0,0000056% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,604) dan nilai signifikansi sebesar 0,549. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak dan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel DPR dengan variabel.DER.

Hal ini menunjukkan bahwa dividen yang dibagikan tidak menarik minat pihak eksternal (investor dan kreditor) terutama kreditor dalam menanamkan dananya untuk aktivitas investasi, hal ini dikarenakan jumlah perusahaan yang membagikan dividen di BEJ periode tahun 200-2002 berdasarkan buku ICMD 2003 sangat sedikit yaitu sebesar 15,75% atau dari 330 perusahaan hanya 52 perusahaan yang membagikan dividen. Hal ini yang membuat investor dan kreditor lebih melihat tingkat keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari harga saham perusahaan yang direspon pasar dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan, hal tersebut dibuktikan dengan hasil dalam penelitian ini yang menunjukkan bahwa rasio PER yang mencerminkan pasar berpengaruh signifikan terhadap DER. Hasil ini mendukung penelitian dari Wahidahwati (2002), dimana

hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *devidend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

3. Variabel Pertumbuhan Asset

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Pertumbuhan Asset sebesar (0,0000018). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Pertumbuhan Asset sebesar 1% maka akan menaikkan variabel DER sebesar 0,0000018% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,060) dan nilai signifikansi sebesar 0,953. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel Pertumbuhan Asset terhadap variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa asset perusahaan yang meningkat tidak menarik minat investor dan kreditor untuk menanamkan dananya karena kreditor lebih melihat tingkat pengembaliannya.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil bahwa Pertumbuhan Asset tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Tetapi penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002,) yang menunjukkan bahwa asset (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

4. Variabel *Price Earning Ratio* (PER).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel PER sebesar (100,0006). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel PER sebesar 1% maka akan menaikkan variabel DER sebesar 100,0006% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (262569,3) dengan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel PER terhadap variabel DER.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*) dan menentang hasil penelitian yang dilakukan oleh Suranta & Mediastuty, 2003) yang menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan dengan PER. Hasil penelitian ini mengindikasikan PER yang tinggi menarik minat investor dan kreditor dalam menanamkan dananya ke perusahaan hal tersebut dikarenakan PER merupakan tingkat kemahalan harga saham suatu perusahaan dimata investor dan kreditor, hal tersebut meningkatkan minat investor dan kreditor dalam menanamkan dananya sehingga berdampak pada meningkatnya hutang.

5. Variabel *Return On Investment* (ROI).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel ROI sebesar (0,0001665). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel ROI sebesar 1% maka akan menaikkan variabel DER sebesar 0,0001665% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Meningkatnya ROI tersebut tidak menjadikan jaminan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor). Hal ini disebabkan masih adanya dampak krisis moneter (1997-1999) yang melanda Indonesia dimana kepercayaan kreditor masih rendah dalam menanamkan dananya ke perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 1,985 dengan nilai signifikansi sebesar 0,054. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel ROI dengan variabel DER. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sujianto (2001) yang menunjukkan hasil bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap DER.

6. Variabel Pertumbuhan Penjualan

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Pertumbuhan Penjualan sebesar (-0,000015). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Pertumbuhan Penjualan sebesar 1% maka akan turun variabel DER sebesar 0,000015% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji

secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar $(-1,123)$ dan nilai signifikansi sebesar $0,269$. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak dan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel Pertumbuhan Penjualan dengan variabel DER.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan penjualan perusahaan tidak menarik minat pihak eksternal (investor dan kreditor) dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan, dikarenakan investor dan kreditor lebih melihat rasio PER yang lebih mencerminkan pasar. Hal tersebut dapat dilihat dari adanya pengaruh PER terhadap tingkat hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Sofiati (2001) yang menemukan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio*.

Berdasarkan teori struktur modal dari Brigham (1983), tingkat pertumbuhan yang ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat. Namun dalam penelitian ini pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap DER, hal ini dimungkinkan kepercayaan kreditor terhadap kinerja perusahaan relatif masih rendah, yang dapat dibuktikan dengan besarnya rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan listed di BEJ periode 2000-2002

sebesar 21,46% dimana nilai tersebut lebih besar dari rata-rata ROA yang mencerminkan tingkat keuntungan dari asset perusahaan yaitu sebesar 8,43%.

4.3.2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. Normalitas Data

Berdasar output SPSS 11.5 seperti ditunjukkan pada output SPSS maka hasil pengujian normalitas data yang diukur dari rasio *skewness*-nya dapat ditunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.3
Perhitungan Rasio *Skewness*

	KSM	DPR	ASSET	PER	ROI	PENJ.	DER
Skewness	3,122044	3,160896	-1,40055	2,72238	1,498129	3,963612	2,722437
Std. Errow of Skewness	0,353732	0,353732	0,353732	0,353732	0,353732	0,353732	0,353732
Rasio Skewwness	8,826012	8,935848	-3,95934	7,696163	4,235207	11,20512	7,6963

Sumber: Output SPSS 11.5; Descriptive-Statistics diolah

Sampel hasil pada tabel 4.3 tersebut menunjukkan bahwa ketujuh variabel (KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI, Pertumbuhan Penjualan dan DER) menunjukkan data yang berdistribusi tidak normal, karena rasio *skewness*nya lebih besar dari – 2,00 dan 2,00. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang listed di BEJ

periode 2000-2002 mempunyai fluktuasi data yang tidak stabil artinya banyak data rasio keuangan perusahaan yang menimbulkan angka yang bias (fluktuasi data antara tahun sekarang dan tahun sebelumnya sangat tinggi). Hal tersebut mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002 belum menunjukkan hasil yang konsisten baik, hal tersebut sangat dipengaruhi kondisi perekonomian pasca krisis yang belum stabil meski mulai bergerak ke arah yang membaik. Namun demikian lima variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi DER perusahaan yang listed di BEJ selama periode pengamatan (2000–2002).

2. Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Perhitungan VIF

Variabel	Tolerance	VIF
KSM	0,952	1,051
DPR	0,878	1,138
Asset	0,923	1,083
PER	0,783	1,276
ROI	0,740	1,351
Penjualan	0,904	1,107

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel tabel 4.4 menunjukkan bahwa keenam variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai $VIF < 5,00$.

Dengan demikian lima variabel independen (KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan) dapat digunakan untuk memprediksi DER selama periode pengamatan.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Berdasarkan hasil output SPSS maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

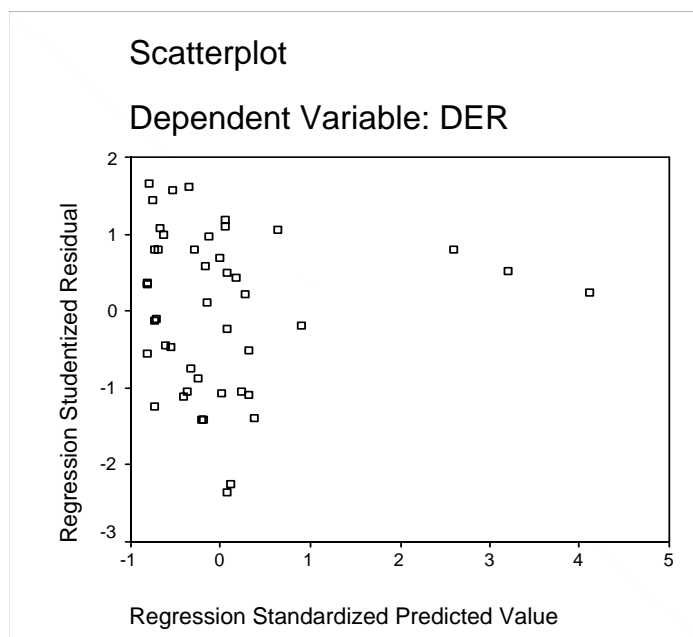
Variabel	t	Sig.
Konstanta	4,069	0,000
KSM	1,126	0,267
DPR	1,210	0,234
Asset	-1,132	0,265
PER	-1,218	0,231
ROI	-0,559	0,580
Penjualan	0,142	0,888

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam tabel 4.5 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.1 dibawah ini:

Gambar 4.1
Grafik Scatterplot

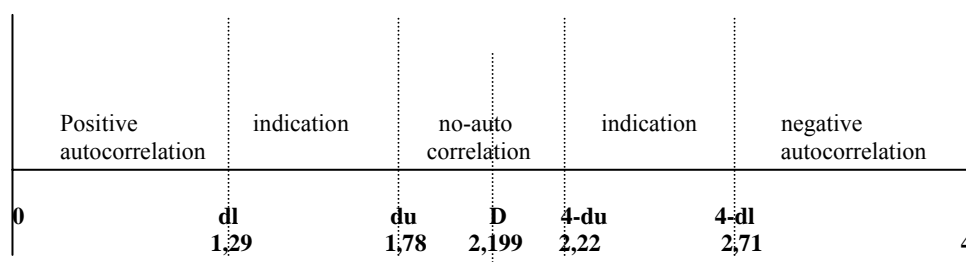


4. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 45$).

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,199; sedangkan dalam tabel DW untuk “ k ”=5 dan $N=45$ besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,29; du (batas dalam) = 1,78; $4 - du = 2,22$; dan $4 - dl = 2,71$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.2
Hasil Uji Durbin Watson



Karena “ D ” berada diantara 1,78 (du) dan 2,22 ($4-du$), maka dapat dikatakan bahwa data tersebut tidak terjadi autokorelasi (*no autocorrelation*).

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI

5.1. Simpulan

Dari tujuh hipotesis yang diajukan hanya hipotesis 4 dan 7 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepemilikan Saham Manajemen tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya semakin besar proposi saham yang dimiliki manajemen tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan yang diambil oleh manajemen. Artinya besar atau kecilnya proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen tidak menjamin bahwa manajemen tidak mengambil sumber dana dari pihak luar (hutang) Hasil penelitian ini tidak konsisten Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen berpengaruh negatif terhadap terhadap DER.
2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel DPR tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya semakin besar kebijakan dividen yang diambil tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Artinya besar atau kecilnya dividen yang dibagikan tidak menjamin bahwa kreditor akan menanamkan dananya kedalam perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa DPR tidak signifikan terhadap DER.

3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Pertumbuhan Asset tidak berpengaruh terhadap variabel DER. artinya peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi tidak menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002. Hal ini sangat dimungkinkan kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan masih rendah sebagai akibat krisis moneter yang menimpa Indonesia pada tahun 1997-1999. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan asset berhubungan positif dengan DER namun konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang mengatakan pertumbuhan asset tidak signifikan terhadap DER.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel PER berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. Artinya peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*. Hasil penelitian ini Penelitian ini mendukung Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER
5. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara parsial variabel ROI tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya

peningkatan rasio ROI tidak meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor) di BEJ, dikarenakan kreditor lebih melihat kondisi pasar dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan.

6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya peningkatan pertumbuhan penjualan perusahaan tidak meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor) di BEJ, dikarenakan kreditor lebih melihat kondisi pasar dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan.

5.2. Implikasi

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa implikasi manajerial yang dapat berguna bagi perusahaan *go public* di BEJ:

1. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan *price earning ratio* (PER) dalam pengambilan keputusan pendanaan. Karena dalam penelitian ini hanya PER yang menunjukkan pengaruhnya terhadap DER.. Dengan adanya pengaruh positif PER terhadap DER maka peningkatan PER yang dinilai oleh investor semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*

2. Penggunaan sumber dana intern sebagai sumber utama pembiayaan investasi tidak selalu mesti terjadi. Karena keputusan investasi yang menguntungkan tidak terpengaruh dari asal sumber dana. Hanya saja kadang-kadang adanya persyaratan jaminan atas hutang yang diambilnya mengakibatkan modal sendiri harus menjadi besar. Persoalan lainnya yang muncul adalah kemungkinan biaya modal rata-rata akan naik lebih besar, kalau ini terjadi investasi dibiayai dengan *cost* yang lebih tinggi atau menggunakan biaya modal yang lebih mahal.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (15 sampel). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham hanya terbatas pada Kepemilikan Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan.

Disamping itu penulis mengakui banyak keterbatasan yang dimiliki, keterbatasan itu antara lain referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penulisan tesis ini sehingga terjadi banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun justifikasi masalah yang diajukan. Penulis juga mengakui bahwa keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 91,9% mengindikasikan bahwa keenam variabel independen (Kepemilikan Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 91,9%. Namun perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara mungkin signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil. Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi DER.

Daftar Pustaka

- Aggrawal, A dan Nagarajan, N.J. (1990). Corporate capital structure, agency cost and ownership control: The case of all equity firms. *Journal of Finance* 45 (4). 1325-1331
- Ainun Naim dan Fu'ad Rakhman. (2000). "Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 1: 70 – 82.
- Robbert Ang. (1997). **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**. Mediasoft Indonesia
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective". **Financial Management**, 23: 38 – 50.
- Brigham, Eugene F. (1983). **Fundamentals of Financial Management. Third Edition**. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. (1996), **Intermediate financial management**, Fifth edition-International edition. The Dryden Press.
- Bushman, Robert M. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance". **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 237–333.
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. (1989). "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend". **Financial Management**, Winter 1989.
- Eddy Suranta dan Puspa Midiastuti. (2003). "Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68.
- Eugene F. Brigham & Louis C.Gapenski, (1996), **Intermediate Financial Management**, Fifth edition-International edition, The Dryden Press
- Gujarati, Damodar N. (1995). **Basic Econometrics**. Singapore: Mc Graw Hill, Inc.

- Hermendito Karo, (2000), “Analisis leverage dan Dividen dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory”, **Simposium Nasional Akuntansi IV**,
- Hsien, Chang Kuo dan Chi, Haw Lee (2003). The determinants of the capital structure of commercial banks in Taiwan. *International Journal of Management*. 20-4.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. (2001). “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 4, No. 1: 44 – 63.
- J. Fred Weston & Thomas Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Edisi 9, Binarupa Aksara
- Jogiyanto Hartono. (1998). **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. Yogyakarta: BPFE.
- Lambert, Richard A. (2001). “Contracting Theory and Accounting”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.
- Lukas Setia Atmaja, (1999), **Manajemen Keuangan**, Edisi 2, Andi Offset
- Myers, S, (1984), “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance**, Vol.39. July, 1984
- Sekar Mayangsari,(2001), “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypothesis”, **Media Riset Akuntansi**, Auditing dan Informasi, Vol 1, No. 3 Desember 2001 : 1-26
- Singgih Santoso. (1999). **SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**. Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Suad Husnan, (1998), **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**, Buku 1, Edisi 4, BPFE.
- Suad Husnan. (2001). “Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional”. **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.
- Tetтет Fitrijanti, dan Jogiyanto Hartono. (2002). “Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.

Wahidahwati. (2002). “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16.